



基础化工行业研究

买入（维持评级）

行业深度研究

证券研究报告

基础化工组

分析师：陈屹（执业 S1130521050001）

chenyi3@gjzq.com.cn

烧碱：供给侧或将受制于氯碱平衡，氧化铝产能投放拉动需求增长

核心观点：

我们认为 2025 年烧碱的供需格局有望改善，主要原因在于氧化铝新增产能的集中投放或将拉动需求增长。

供给侧：氯碱平衡或将抑制烧碱开工率，25 年行业规划新增产能在 400 万吨以上

- ✓ 从氯碱平衡的角度来看，目前国内烧碱生产工艺以离子膜交换法为主，一般而言电解过程中会生产 1 吨烧碱的同时会产生 0.886 吨氯气，液氯储运不便，必须在生产出之后短时间内消耗掉，而烧碱相对液氯更易储存和长距离运输，但由于烧碱和液氯下游需求领域相对独立，因此两种产品的供需关系和价格走势往往会形成分化，氯碱企业需要通过控制开工率来实现两者的平衡和整体利润的最优化。液氯下游 PVC 占比约 40%，所以 PVC 生产和下游需求对于液氯需求具有较为直接的影响，并可以间接影响烧碱的开工率。由于 PVC 下游管材、型材等与地产关联度较大，因此从近五年维度来看 PVC 表观消费量同比变化趋势总体与国内房屋竣工面积同比变化趋势保持一致。在下游需求相对疲软的背景下，国内 PVC 行业库存持续增加并已达到 21 年以来的高位。与此同时，考虑到过去三年国内房屋新开工面积的持续下行，2025 年竣工端对于 PVC 的需求或将继续承压，因此在库存和需求的双重作用下今年国内 PVC 开工率存在一定的下行空间，进而间接影响到烧碱的供给。
- ✓ 从烧碱本身供给情况来看，根据卓创资讯数据，目前国内拟在建烧碱产能超过 900 万吨，其中 2025 年规划投产产能约为 484 万吨，2026 年规划投产产能约为 333 万吨，但烧碱作为典型的高耗能行业在产能建设和投放过程中存在较多不确定性因素，最终实际落地产能仍待后续跟踪。根据中国氯碱工业协会、国家统计局，百川盈孚，卓创资讯等数据和新增产能投产进度等相关假设测算，我们预计 2024-2025 年国内烧碱产量为 4347/4478 万吨。

需求侧：2025 年氧化铝新增产能规划投产较多，或将拉动上游烧碱需求

- ✓ 根据卓创资讯数据，氧化铝作为烧碱最主要的需求领域 2023 年需求占比约为 31%。2010 年以来我国氧化铝产量整体呈现上升趋势并在 2018 年以后增速有所放缓，但 2019 年受环保、矿石供应及经营压力的影响，国内氧化铝产量同比下行约 1%。2024 年 1-11 月，国内氧化铝产量约为 7809 万吨，同比增长约 3.4%。
- ✓ 根据百川盈孚数据，目前国内具备氧化铝新建产能的主要包括山东创源、广西华昇、河北文丰等公司，预计 2025 年投产产能约为 1330 万吨，其中的 300 万吨为魏桥集团年产 400 万吨氧化铝生产线迁建升级项目中目前尚在推进的置换产能。
- ✓ 根据国家统计局、百川盈孚、卓创资讯等数据，我们根据国内氧化铝新增产能的投产进度测算对应耗碱量，同时综合考虑包括化工、造纸、印染、化纤等其他下游领域的行业发展趋势与历史需求增速对于 2025 年的耗碱量进行测算，我们预计 2024-2025 年国内实际需求量分别为 4060、4218 万吨，结合供给情况和出口需求，预计 2025 年国内烧碱供给缺口约为 64 万吨，供需格局有望改善，烧碱价格或将进入上行区间。

投资建议与估值

我们认为，2025 年在氧化铝新增产能集中释放的催化下，国内烧碱供需格局有望得到改善，烧碱价格或将进入上行区间，建议关注烧碱产能规模较大且配套下游耗氯产品的相关标的。

风险提示

下游需求不及预期风险；氧化铝新增产能建设和投产进度不及预期风险；烧碱新增产能建设投产进度超预期风险；原材料与电力成本上行风险；液氯需求旺盛导致烧碱供给增加风险；国内氧化铝采用进口铝土矿比例大幅提升导致碱耗大幅降低风险。



内容目录

一、烧碱的供给相较于其他大宗化工品有何特殊之处？	4
1.1、电解法工艺中烧碱和氯气的联产形成了氯碱平衡的特殊关系	4
1.2、PVC 是消化液氯的主要下游产品，与烧碱在开工率方面具备较强相关性	5
1.3、政策限制下烧碱产能增速放缓，25 年烧碱规划新增产能超 400 万吨	7
二、为何我们认为今年烧碱的供需格局有望改善？	11
2.1、氧化铝新增产能的释放是烧碱下游主要需求增长点	11
2.2、25 年供需格局有望改善，烧碱价格或将进入上行区间	13
三、历史上烧碱的涨价行情如何演绎？	14
四、相关标的	15
五、风险提示	17

图表目录

图表 1：烧碱是氯碱产业链中游的核心产品	4
图表 2：长期来看烧碱和液氯价格整体上呈现负相关关系	5
图表 3：国内主要烧碱生产企业耗氯下游配套情况	5
图表 4：PVC 约占液氯下游需求的 40%	6
图表 5：PVC 主要下游产品与地产关联度较大	6
图表 6：长期来看烧碱与 PVC 开工率呈现正相关关系	6
图表 7：PVC 表观消费量与竣工端同比变化趋势总体一致	7
图表 8：目前国内 PVC 行业库存处于 21 年以来的高位	7
图表 9：24 年 1-11 月房屋新开工面积累计同比下滑 23.0%	7
图表 10：24 年 1-11 月房屋竣工面积累计同比下滑 26.2%	7
图表 11：相关部门从 2016 年开始陆续出台限制烧碱新增产能的相关政策	8
图表 12：2016 年以后我国烧碱产能和产量增速开始放缓	9
图表 13：24 年国内烧碱产能在 100 万吨以上的共有 5 家	9
图表 14：国内烧碱产量主要集中于华北、西北和华东	9
图表 15：2025 年国内烧碱规划新增产能约为 484 万吨（不完全统计）	10
图表 16：2023 年氧化铝约占烧碱下游需求的 31%	11
图表 17：2024 年 1-11 月国内氧化铝产量同比增长 3.4%	11
图表 18：2025 年国内氧化铝规划新增产能在 1000 万吨以上	12
图表 19：2023 年国内纸浆产量约为 8823 万吨	12
图表 20：24 年 1-11 月机制纸及纸板产量同比增长 9.1%	12



图表 21: 24 年前三季度国内印染布产量同比提升.....	13
图表 22: 2024 年国内粘胶短纤产量同比增长 5.26%.....	13
图表 23: 2025 年国内烧碱供需格局或将出现改善.....	13
图表 24: 2014 年至今国内烧碱价格主要经历过两轮大幅上涨行情.....	15
图表 25: 部分上市公司烧碱业务毛利率变化趋势与烧碱价格走势基本一致.....	15
图表 26: 部分烧碱上市公司主营业务情况与经营数据统计.....	16



一、烧碱的供给相较于其他大宗化工品有何特殊之处？

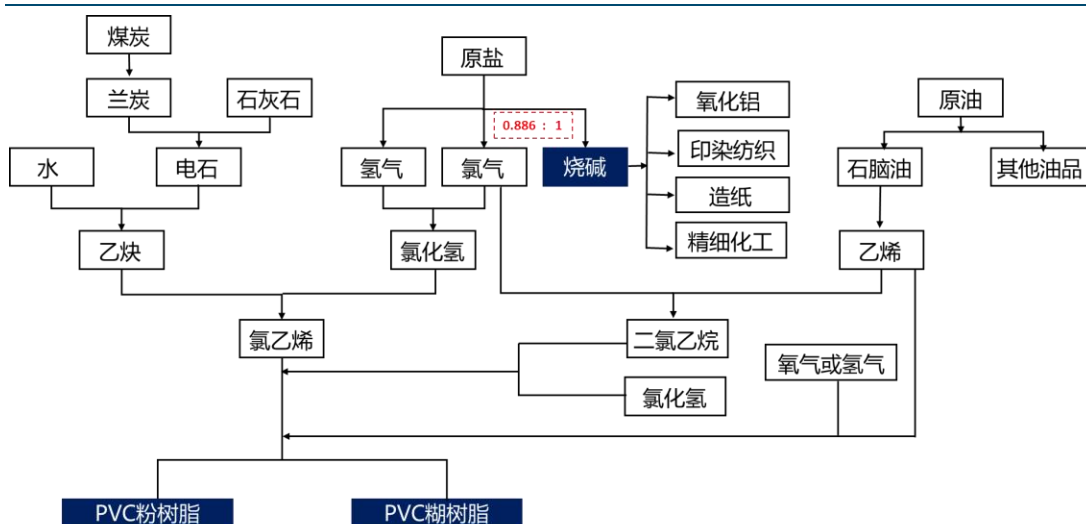
1.1、电解法工艺中烧碱和氯气的联产形成了氯碱平衡的特殊关系

烧碱（氢氧化钠，NaOH）是一种具有强腐蚀性的强碱，按照形态划分包括液碱和固碱两大类。根据氢氧化钠的质量分数分类，目前国内液碱主流型号为 32% 和 50%，固碱主流型号为 98.5% 和 99%。烧碱作为国民经济基础性原材料，广泛应用于金属冶炼、纸浆、印染、化纤、水处理、石油精制、棉织品整理、煤焦油产物的提纯、食品和木材加工以及机械和化学工业等方面。

现阶段烧碱的主流生产工艺为离子交换膜法。作为电解法工艺的一种，离子膜交换法以原盐为主要原料，同时使用有选择性的离子交换膜来分割阳极和阴极，其工艺流程主要分为整流、盐水精制、电解、氯氢处理、液碱蒸发、固碱生产六道工序。根据郑商所数据，在电解过程中，烧碱和氯气会同时产出，一般而言生产 1 吨烧碱的同时会产生 0.886 吨氯气。

由于烧碱和液氯下游需求领域相对独立，因此在供给侧按照固定比例生产烧碱和液氯的情况下，需求端的差异导致两种产品各自的供需关系容易出现分化，在存储和运输方面，液氯储运不便，必须在生产出之后短时间内消耗掉，而烧碱相对液氯更易储存和长距离运输，因此氯碱行业的开工率往往受到液氯需求的影响，进而间接地对于烧碱的开工率和供给产生影响，并最终形成了一种氯碱平衡的特殊关系，这也是烧碱的供给与其他大宗化工品最为显著的区别。

图表1：烧碱是氯碱产业链中游的核心产品

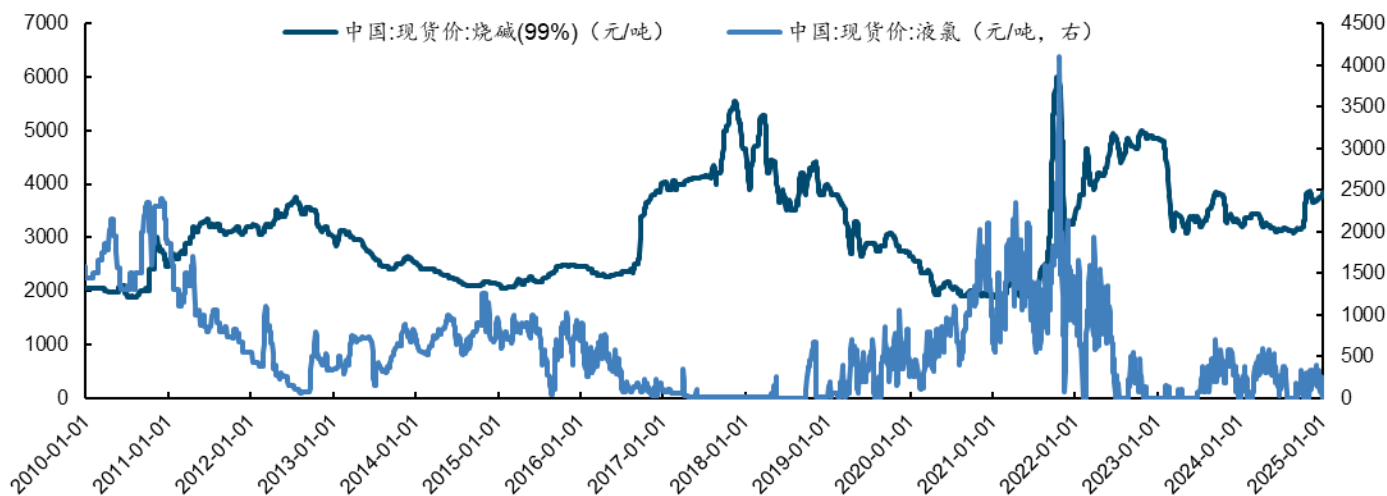


来源：百川盈孚，郑商所，国金证券研究所

基于氯碱平衡的行业特征，长期来看国内烧碱和液氯的价格呈现负相关关系。具体而言，在烧碱价格处于上行周期时，氯碱厂家为了保证烧碱的供应仍然会维持较高的开工率，同时采取降价等措施处理多余液氯，甚至倒贴运费销售来保证烧碱的生产，即所谓的“以碱补氯”；而当液氯下游需求较为旺盛或价格上行时，氯碱企业在保障液氯供应的同时联产了对应比例的烧碱，但由于烧碱供应量的大幅提升和需求增速不匹配又导致烧碱供需失衡，价格进入下行周期，盈利能力减弱，即所谓的“以氯补碱”，因而氯碱企业在长期生产的过程中需要根据市场需求以及产品价格的变化去寻找能够实现利润最优化的动态平衡。



图表2：长期来看烧碱和液氯价格整体上呈现负相关关系



来源：Wind，国金证券研究所

1.2、PVC 是消化液氯的主要下游产品，与烧碱在开工率方面具备较强相关性

从企业端实际耗氯下游配套情况来看，根据百川盈孚数据，新疆中泰化学、新疆天业、陕西北元化工等企业下游均通过配套 PVC 实现对于氯的消耗，但也有部分企业例如滨化集团（配套环氧丙烷、三氯乙烯、四氯乙烯）、山东海力（配套环氧氯丙烷）、江苏富强（配套甲烷氯化物、环氧丙烷）等通过生产其他产品实现对于氯的消耗。

图表3：国内主要烧碱生产企业耗氯下游配套情况

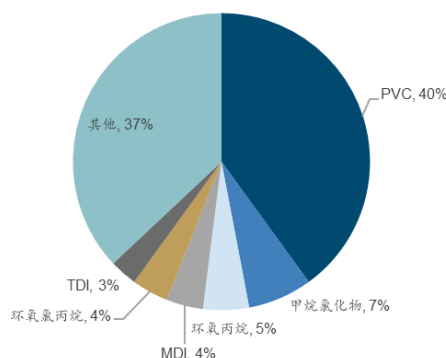
生产企业	耗氯下游配套
新疆中泰化学股份有限公司	PVC
山东信发集团有限公司	PVC，氯化石蜡
新疆天业（集团）有限公司	PVC
山东昊邦化学有限公司	氯化苯
陕西北元化工集团股份有限公司	PVC
山东金岭集团有限公司	甲烷氯化物、环氧丙烷、有机硅
东营华泰化工集团有限公司	环氧丙烷、环氧氯丙烷、氯乙酸、苯胺
新浦化学（泰兴）有限公司	氯乙烯、二氯乙烷、EDC
上海氯碱化工股份有限公司	PVC，EDC
滨化集团股份有限公司	环氧丙烷、三氯乙烯、四氯乙烯
宁夏日盛实业有限公司	ADC 发泡剂、水合肼
山东海力化工股份有限公司	环氧氯丙烷
无棣鑫岳化工有限公司	环氧丙烷
万华化学（烟台）氯碱热电有限公司	MDI、TDI
青岛海湾化学有限公司	PVC
天津渤化化工发展有限公司	PVC、环氧丙烷
山西瑞恒化工有限公司	PVC
江苏富强新材料有限公司	甲烷氯化物、环氧丙烷
内蒙古鄂尔多斯氯碱化工分公司	PVC
内蒙古君正能源化工股份有限公司	PVC

来源：百川盈孚，郑商所，国金证券研究所



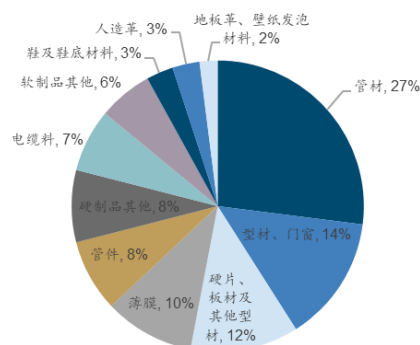
PVC 作为地产后周期产品是液氯下游的主要需求。根据百川盈孚数据，液氯下游应用领域主要包括 PVC（40%）、甲烷氯化物（7%）、环氧丙烷（5%）以及 MDI（4%）等，因此 PVC 的需求以及景气度能够较大程度地影响液氯的需求量，从而影响氯碱行业的整体开工率，并间接影响到烧碱的供给。与此同时，从 PVC 本身而言，下游产品主要集中于管材、型材和门窗等与地产具备较强关联度的产品，因而 PVC 作为地产后周期产品与地产竣工端存在较大的相关性。

图表4: PVC 约占液氯下游需求的 40%



来源：百川盈孚，国金证券研究所

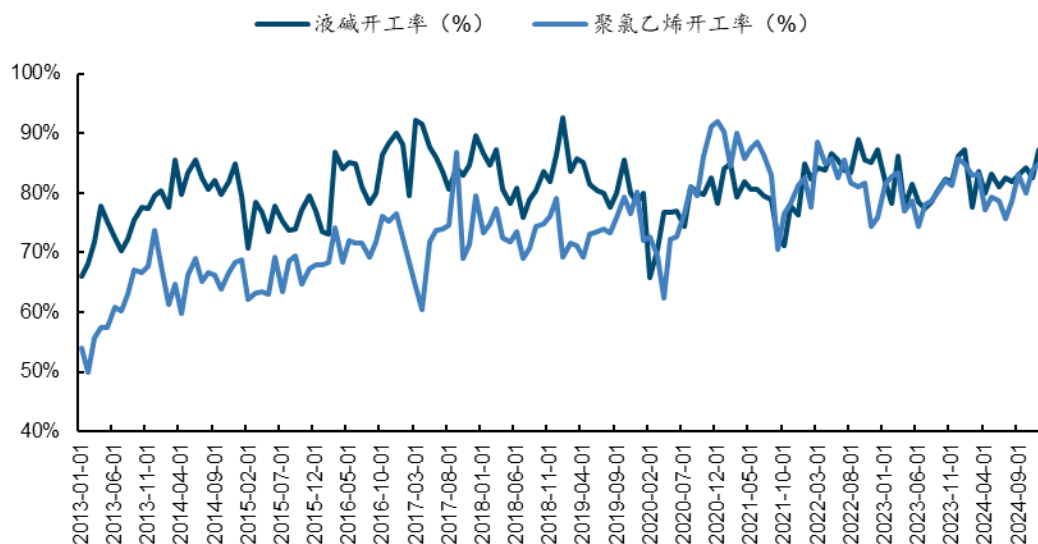
图表5: PVC 主要下游产品与地产关联度较大



来源：百川盈孚，国金证券研究所

从行业实际运行情况来看，氯碱平衡赋予了烧碱和 PVC 在开工率方面一定程度的相关性。一方面，烧碱和液氯作为联产品，液氯的需求影响氯碱企业开工率，进而影响烧碱的供给；另一方面，PVC 是氯碱企业消耗液氯的主要途径，因此在两者的双重作用下 PVC 的生产和下游需求对于烧碱的供给产生了一定程度的制约和引导。根据百川盈孚数据，从较长时间跨度来看国内液碱和 PVC 开工率整体呈现正相关关系。

图表6: 长期来看烧碱与 PVC 开工率呈现正相关关系

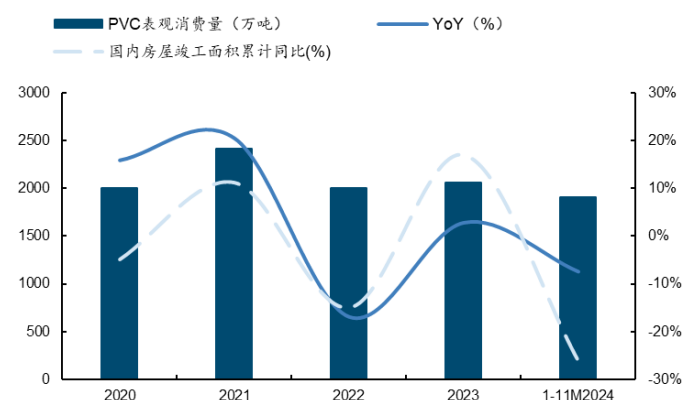


来源：百川盈孚，国金证券研究所

下游地产相关需求承压，或将导致 PVC 开工率下行进而影响烧碱供给。根据国家统计局数据，2024 年 1-11 月国内房屋新开工面积累计同比下降 23.0%，房屋竣工面积累计同比下降 26.2%，由于 PVC 下游需求与地产关联度较高，因此 2024 年国内 PVC 需求承压，根据百川盈孚数据，24 年 1-11 月国内 PVC 表观消费量同比下降 7.43%，同时从近五年维度来看 PVC 表观消费量同比变化趋势总体与国内房屋竣工面积同比变化趋势保持一致。在下游需求相对疲软的背景下，国内 PVC 行业库存持续增加并已达到 21 年以来的高位。与此同时，考虑到过去三年国内房屋新开工面积的持续下行，2025 年竣工端对于 PVC 的需求或将继续承压，因此在库存和需求的双重作用下今年国内 PVC 开工率存在一定的下行空间，进而间接影响到烧碱的供给。

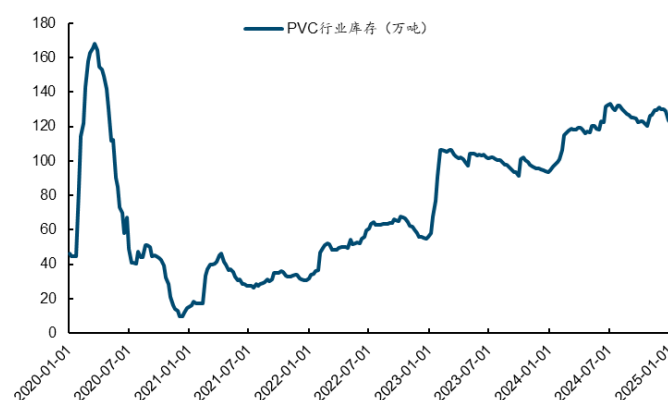


图表7: PVC 表观消费量与竣工端同比变化趋势总体一致



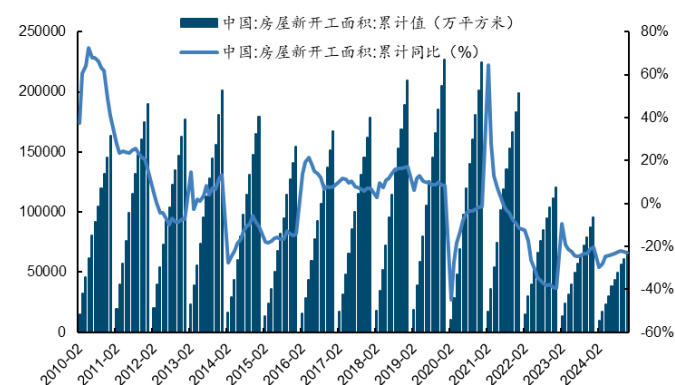
来源: 百川盈孚, 国金证券研究所

图表8: 目前国内 PVC 行业库存处于 21 年以来的高位



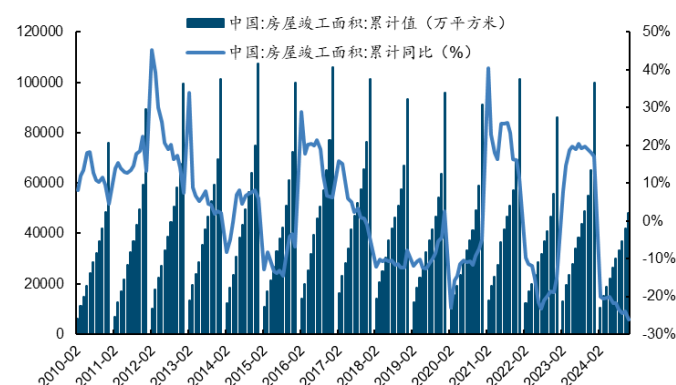
来源: 百川盈孚, 国金证券研究所

图表9: 24 年 1-11 月房屋新开工面积累计同比下滑 23.0%



来源: Wind, 国金证券研究所

图表10: 24 年 1-11 月房屋竣工面积累计同比下滑 26.2%



来源: Wind, 国金证券研究所

1.3、政策限制下烧碱产能增速放缓，25 年烧碱规划新增产能超 400 万吨

氯碱生产属于典型的高耗能行业,每生产 1 吨烧碱的耗电量约为 2230-2400 千瓦时,占烧碱生产总成本的 60%左右,且由于国内烧碱产能扩张较快导致在过去一段时期产能过剩问题持续存在,因此政策端在 2016 年的《关于石化产业调结构促转型增效益的指导意见》中明确提出“严格控制尿素、磷铵、电石、烧碱、聚氯乙烯、纯碱、黄磷等过剩行业新增产能”,并在《产业结构调整指导目录(2019 年本)》中将新建烧碱(废盐综合利用的离子膜烧碱装置除外)生产装置归入限制类目录,将隔膜法烧碱生产装置(作为废盐综合利用的可以保留),使用汞或汞化合物的烧碱生产装置归入淘汰类目录”。根据国家发改委在 23 年 12 月发布的《产业结构调整指导目录(2024 年本)》,目前国内“烧碱(40%以上采用工业废盐的离子膜烧碱装置除外)归为限制类名单;隔膜法烧碱生产装置(作为废盐综合利用的可以保留)被列为淘汰类名单。”



图表11：相关部门从2016年开始陆续出台限制烧碱新增产能的相关政策

时间	发布部门/会议	文件	内容
2016年7月	国务院办公厅	《关于石化产业调结构促转型增效益的指导意见》	严格控制尿素、磷铵、电石、烧碱、聚氯乙烯、纯碱、黄磷等过剩行业新增产能，相关部门和机构不得违规办理土地(海域)供应、能评、环评和新增授信等业务，对符合政策要求的先进工艺改造提升项目应实行等量或减量置换。未纳入《石化产业规划布局方案》的新建炼化项目一律不得建设。研究制定产能置换方案充分利用安全、环保、节能、价格等措施，推动落后和低效产能退出，为先进产能创造更大市场空间。
2019年10月	国家发改委	《产业结构调整指导目录(2019年本)》	新建烧碱(废盐综合利用的离子膜烧碱装置除外)生产装置归入限制类目录;隔膜法烧碱生产装置(作为废盐综合利用的可以保留),使用汞或汞化合物的烧碱生产装置归入淘汰类目录。
2021年11月	工业和信息化部	《“十四五”工业绿色发展规划》	严控尿素、磷铵、电石、烧碱、黄磷等行业新增产能，新建项目应实施产能等量或减量置换。强化环保、能耗、水耗等要素约束，依法依规推动落后产能退出。
2022年2月	国家发改委、工信部等部门	《高耗能行业重点领域节能降碳改造升级实施指南(2022年版)》	到2025年，烧碱领域能效标杆水平以上产能比例达到40%，能效基准水平以下产能基本清零，行业节能降碳效果显著，绿色低碳发展能力大幅增强。
2023年7月	国家发改委	《产业结构调整指导目录(2023年本，征求意见稿)》	烧碱(全部采用工业废盐综合利用的离子膜烧碱装置除外)归为限制类名单;隔膜法烧碱生产装置(作为废盐综合利用的可以保留)被列为淘汰类名单。
2023年12月	国家发改委	《产业结构调整指导目录(2024年本)》	烧碱(40%以上采用工业废盐的离子膜烧碱装置除外)归为限制类名单;隔膜法烧碱生产装置(作为废盐综合利用的可以保留)被列为淘汰类名单。

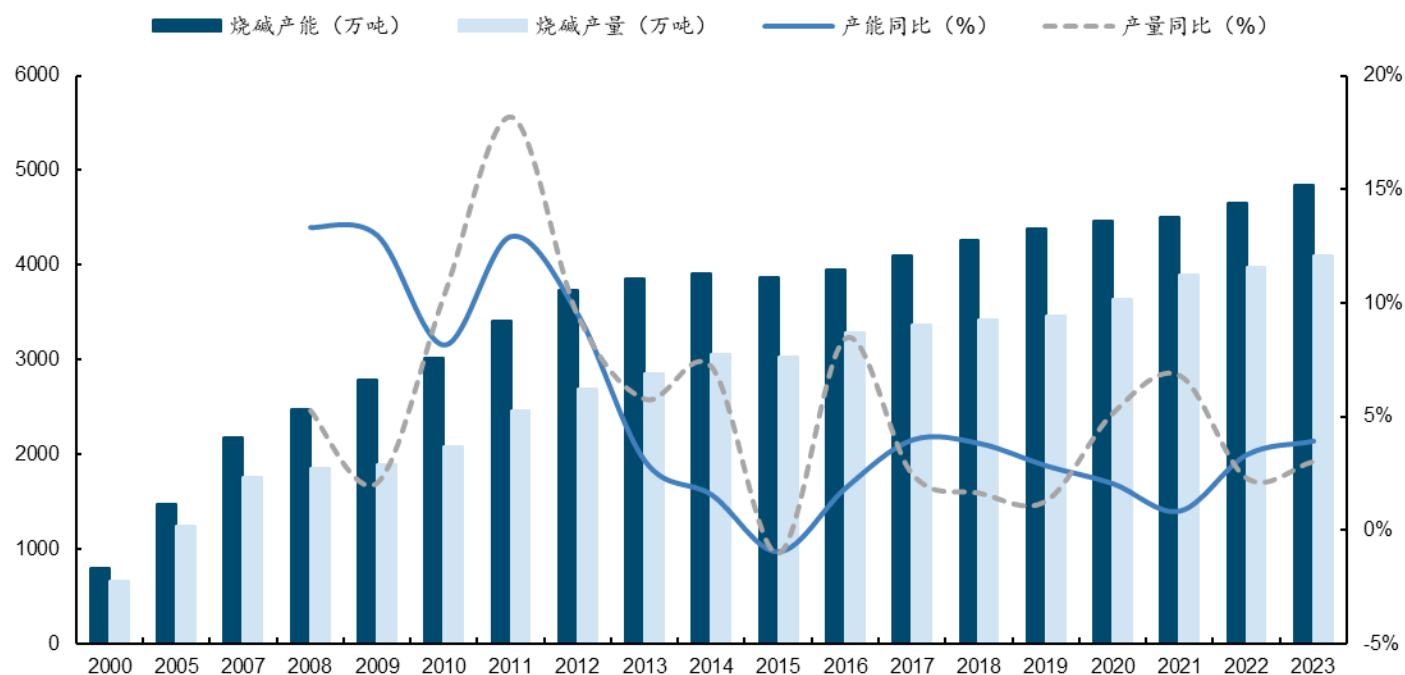
来源：国务院，国家发改委，工信部，国金证券研究所

在政策的严格限制下，国内烧碱产能和产量增速从2016年开始呈现放缓趋势。根据中国氯碱工业协会和国家统计局数据，2000-2023年国内烧碱产能和产量分别由800/668万吨提升至4841/4101万吨，而2016年《关于石化产业调结构促转型增效益的指导意见》的出台成为烧碱行业的重要分界点。具体而言，2008-2015年国内烧碱产能和产量年均复合增速分别为6.6%/7.3%，而在供给侧改革之后的2016-2023年分别下降至3.0%/3.2%。

此外，烧碱作为基础性的大宗化工品产能较为分散，根据百川盈孚数据，截止24年年末国内烧碱产能规模在100万吨以上的企业共有5家，占烧碱生产企业总数的2.8%，产能占比约为11%，行业格局较为分散。从地域结构来看，根据国家统计局与百川盈孚数据，2024年1-11月国内烧碱产量主要集中在华北(35%)、西北(23%)和华东(22%)地区，合计约占国内烧碱总产量的80%。



图表12：2016年以后我国烧碱产能和产量增速开始放缓



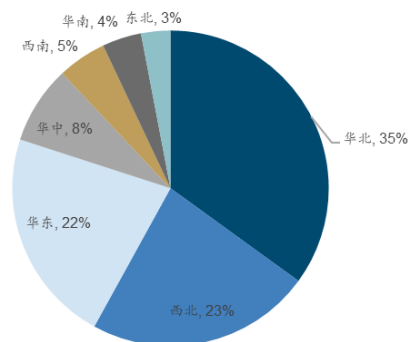
来源：中国氯碱工业协会，国家统计局，Wind，国金证券研究所

图表13：24年国内烧碱产能在100万吨以上的共有5家

产能规模（万吨）	2024年末数据	
	企业数	企业数量占比（%）
规模 ≥ 100	5	2.8%
$100 > \text{规模} \geq 50$	24	13.4%
$50 > \text{规模} \geq 30$	41	22.9%
$30 > \text{规模} \geq 10$	82	45.8%
规模 < 10	27	15.1%
合计	179	100.0%

来源：百川盈孚，国金证券研究所

图表14：国内烧碱产量主要集中于华北、西北和华东



来源：国家统计局，百川盈孚，国金证券研究所

从新增产能角度看，根据卓创资讯数据，目前国内拟在建烧碱产能超过 900 万吨，其中 2025 年规划投产产能约为 484 万吨，2026 年规划投产产能约为 333 万吨，但烧碱作为典型的高耗能行业在产能建设和投放过程中存在较多不确定性因素，最终实际落地产能仍待后续跟踪。


图表15：2025 年国内烧碱规划新增产能约为 484 万吨（不完全统计）

企业	规划/在建产能（万吨）	预计投产时间
陕西金泰	30	2025 年
浙江巨化	20	2025 年
河北临港	15	2025 年
河北吉诚	15	2025 年
宁夏华御	11	2025 年
安徽八一化工	15	2025 年
可赛化工	10	2025 年
陕西北元	40	2025 年
渤化发展	35	2025 年
甘肃耀望	30	2025 年
湖北葛化	20	2025 年
湖北吉星	15	2025 年
万华福建	70	2025 年
贵州瓮福江山	30	2025 年
江汉油田	2	2025 年
河南金海	30	2025 年
唐山三友	9.8	2025 年
田东锦盛	25	2025 年
重庆嘉利合	20	2025 年
贵州金泊	10	2025 年
广安诚信	15	2025 年
四川龙蟒	10	2025 年
江西九二盐业	6	2025 年
山东滨化	20	2026 年
北海建滔	30	2026 年
重庆映天辉	20	2026 年
云南新立	10	2026 年
湖北民腾	60	2026 年
湖北滨化	60	2026 年
中谷矿业	30	2026 年
广安必美达	36	2026 年
贵州金泊	22	2026 年
坤彩科技	30	2026 年
江苏瑞恒	15	2026 年
唐山裕隆	30	2027 年
河北文丰	30	2027 年
广西华谊	30	2027 年
中昊晨光	20	2027 年
合计	926.8	

来源：卓创资讯，国金证券研究所 注：上表相关数据仅供参考，具体企业产能建设与落地情况仍待后续跟踪

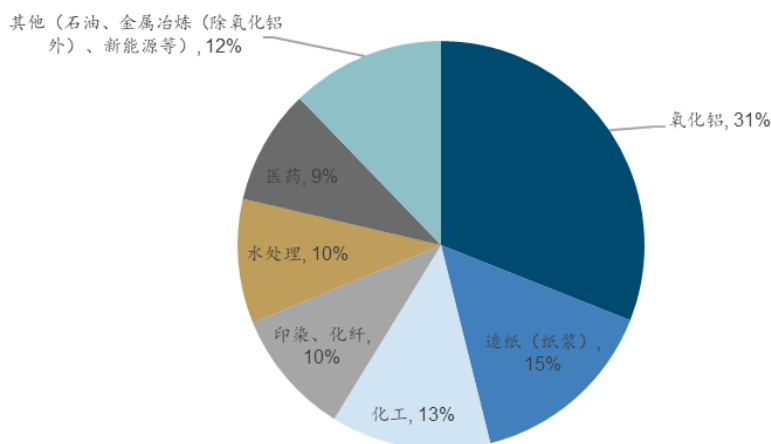


二、为何我们认为今年烧碱的供需格局有望改善？

2.1、氧化铝新增产能的释放是烧碱下游主要需求增长点

氧化铝约占烧碱下游需求的 31%。烧碱作为基础性化工原料下游应用广泛，根据卓创资讯数据，2023 年烧碱下游主要包括氧化铝、造纸、化工、印染等领域，其中氧化铝作为最主要需求领域占比约为 31%。

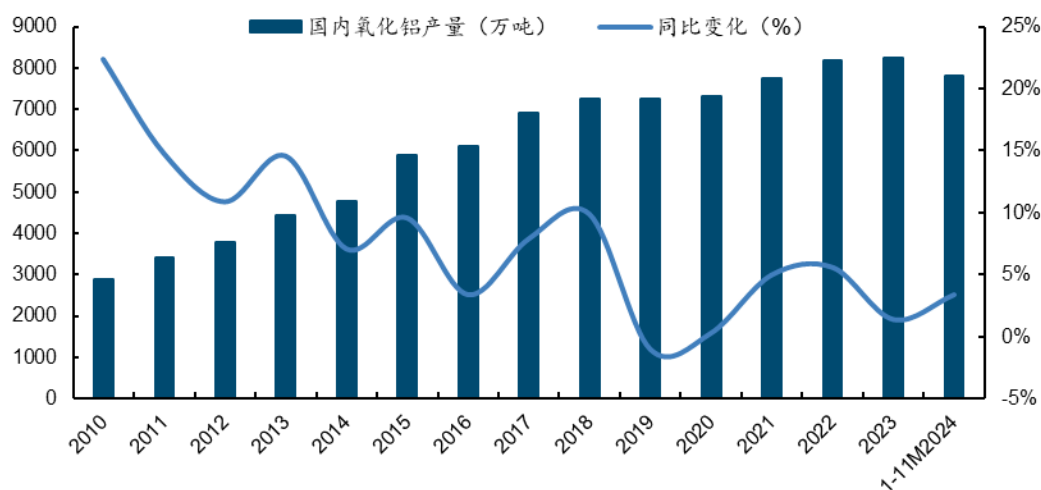
图表16：2023 年氧化铝约占烧碱下游需求的 31%



来源：卓创资讯，国金证券研究所

✓ **氧化铝：**氧化铝生产工艺主要包括拜耳法、烧结法和联合法，但拜耳法为目前国内氧化铝企业采取的主流生产工艺，而烧碱的主要作用是使矿石中的氧化铝转变成铝酸钠溶液，纯净的铝酸钠溶液即可分解析出氢氧化铝，经分离、洗涤后煅烧，最后制得氧化铝产品。2010 年以来我国氧化铝产量整体呈现上升趋势并在 2018 年以后增速有所放缓，但 2019 年受环保、矿石供应及经营压力的影响，国内氧化铝产量同比下行约 1%。2024 年 1-11 月，国内氧化铝产量约为 7809 万吨，同比增长约 3.4%。

图表17：2024 年 1-11 月国内氧化铝产量同比增长 3.4%



来源：Wind，国家统计局，国金证券研究所

2025 年国内氧化铝规划新增产能在 1000 万吨以上，有望拉动上游烧碱需求。根据百川盈孚数据，目前国内具备氧化铝新建产能的主要包括山东创源、广西华昇、河北文丰等公司，预计 2025 年投产产能约为 1330 万吨，其中的 300 万吨为魏桥集团年产 400 万吨氧化铝生产线迁建升级项目中目前尚在推进的置换产能。作为烧碱最主要的下游需求，氧化铝新增产能的投产释放有望拉动烧碱需求。



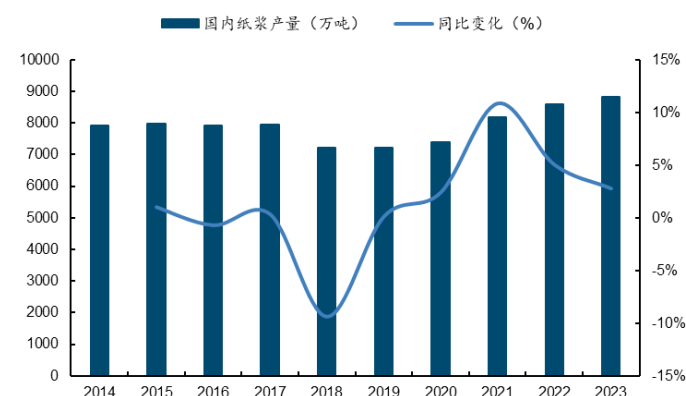
图表18：2025 年国内氧化铝规划新增产能在 1000 万吨以上

省份	所属集团	企业	已有产能 (万吨)	在建产能 (万吨)	总规划产能 (万吨)	预期投产时间	备注
山东	创能	山东创源新材料科技有限公司	130	100	230	2025 年	三期 100 万吨氧化铝产能正在建设中
山东	鲁北	山东鲁北海生生物有限公司	200	50	250	2025 年	技改提升 50-60 万吨产能，增加非铝产量
山东	魏桥	魏桥集团（沾化）	500	300	800	2025 年	年产 400 万吨氧化铝生产线迁建升级项目其中 100 万吨产能 2024 年 10 月初实现投料，剩余 300 万吨迁移产能进度仍在推进中
广西	广投	广西广投临港工业有限公司	0	200	200	2025 年	一期新建 200 万吨产能正在建设中
广西	中铝	广西华昇新材料有限公司	200	200	400	2025 年	该企业二期 200 万吨正在建设中
河北	文丰	河北文丰新材料有限公司	480	480	960	2025 年	后期规划再建 480 万吨，预计 2025 年建成投产。
广西	东方希望	北海东方希望材料科技有限公司	0	200	480	2026 年	该项目一期产能正在建设中
总计			1510	1530	3320		

来源：百川盈孚，国金证券研究所

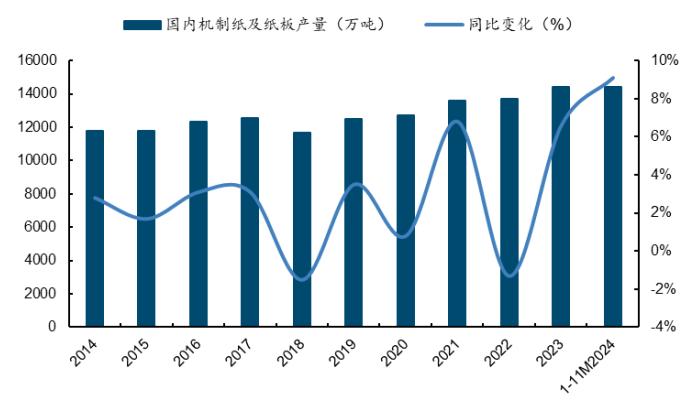
- ✓ **造纸：**在纸浆和造纸工业生产中，烧碱主要作为助剂来使木素与纤维素分离，同时起到漂白的作用。纸浆生产过程中，由于生产工艺、纸浆品类的不同，对烧碱使用并无固定比例。根据中国造纸协会数据，2023 年国内纸浆产量约为 8823 万吨，2019-2023 年年均复合增长率约为 4%。此外，根据国家统计局数据，2024 年 1-11 月国内机制纸及纸板产量约为 1.44 亿吨，同比增长 9.1%，增速高于 23 年同期水平。

图表19：2023 年国内纸浆产量约为 8823 万吨



来源：中国造纸协会，国金证券研究所

图表20：24 年 1-11 月机制纸及纸板产量同比增长 9.1%

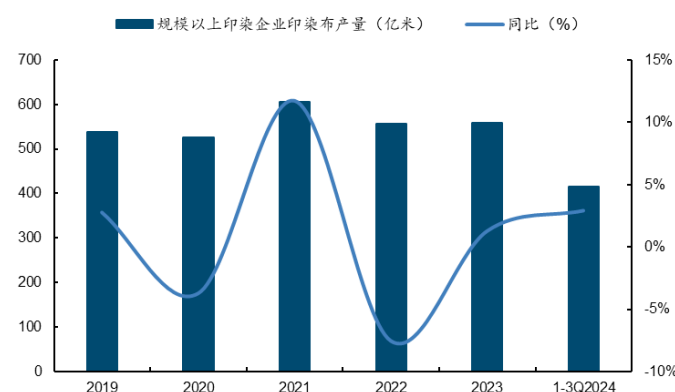


来源：Wind，国家统计局，国金证券研究所

- ✓ **印染、化纤：**在印染行业，烧碱可以用来去除黏胶剂、油脂和小纤维并起到软化布料的作用，同时使得染色色彩均匀；在化纤行业，烧碱通过配制成不同浓度的溶液，可用于浸渍和脱硫等环节。根据中国印染行业协会和国家统计局数据，24 年前三季度国内规模以上印染企业印染布产量同比增长 2.94%。2019-2023 年年均复合增速约为 1%；根据百川盈孚数据，2024 年国内粘胶短纤产量同比增长 5.26%，2020-2024 年年均复合增速约为 4%。

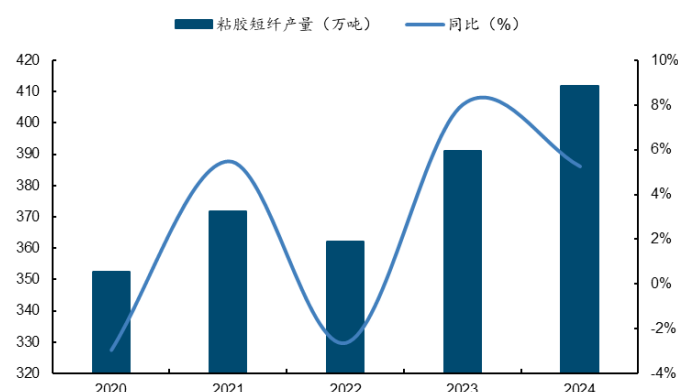


图表21：24 年前三季度国内印染布产量同比提升



来源：中国印染行业协会，国家统计局，国金证券研究所

图表22：2024 年国内粘胶短纤产量同比增长 5.26%



来源：百川盈孚，国金证券研究所

2.2、25 年供需格局有望改善，烧碱价格或将进入上行区间

基于上文分析，我们对于 2025 年国内烧碱的供需情况进行预测：

- ✓ 供给侧：根据中国氯碱工业协会、国家统计局，百川盈孚，卓创资讯等数据，基于国内烧碱产能产量的历史数据同时结合新增产能的投产进度以及氯碱平衡的影响进行测算，我们预计 2025 年国内烧碱产量为 4478 万吨，相较上一年增加约 131 万吨，全年综合开工率为 81%。
- ✓ 需求侧：根据国家统计局、百川盈孚、卓创资讯等数据，我们根据国内氧化铝新增产能的投产进度测算对应耗碱量，同时综合考虑包括化工、造纸、印染、化纤等其他下游领域的行业发展趋势与历史需求增速对于 2025 年的耗碱量进行测算，我们预计 2025 年国内实际需求量为 4218 万吨，结合供给情况和出口需求，预计 2025 年国内烧碱供给缺口约为 64 万吨，供需格局有望改善，烧碱价格或将进入上行区间。

图表23：2025 年国内烧碱供需格局或将出现改善

	2022	2023	2024E	2025E
烧碱供给测算				
产能 (万吨)	4658	4841	5033	5517
产量 (万吨)	3981	4101	4347	4478
开工率 (%)	85%	85%	86%	81%
进口量 (万吨)	1	2	2	2
下游需求测算				
——氧化铝				
产能 (万吨)	9930	10220	10340	11370
产量 (万吨)	8186	8244	8524	8845
开工率 (%)	82%	81%	82%	78%
对应烧碱需求 (万吨)	1228	1237	1279	1327
占比	34%	32%	31%	31%
——化工				
产量 (万吨)	476	488	503	513
占比	13%	13%	12%	12%
——造纸				
产量 (万吨)	537	581	633	652
占比	15%	15%	16%	15%
——印染、化纤				
产量 (万吨)	373	385	402	414
占比	10%	10%	10%	10%
——医药				
产量 (万吨)	329	351	372	390
占比	9%	9%	9%	9%



——水处理	352	379	394	406
占比	10%	10%	10%	10%
——其它（石油、金属冶炼（除氧化铝外）、新能源等）	363	426	478	517
占比	10%	11%	12%	12%
出口量（万吨）	325	249	295	325
国内表观消费量（万吨）	3657	3855	4054	4155
国内实际需求量（万吨）	3658	3845	4060	4218
烧碱库存变化（万吨）	-1	10	-7	-64

来源：Wind，同花顺 iFind，国家统计局，中国氯碱工业协会，百川盈孚，卓创资讯等，国金证券研究所 注：上表数据和测算结果仅供参考，不同数据来源统计口径可能存在区别

三、历史上烧碱的涨价行情如何演绎？

2014 年至今烧碱价格主要经历过两轮上涨行情，但两轮价格上涨启动的主要原因都来自于供给侧受限，同时也存在需求以及成本端的影响：

✓ 第一轮（2016-2017）：“供给侧改革+环保督察”叠加下游需求旺盛：

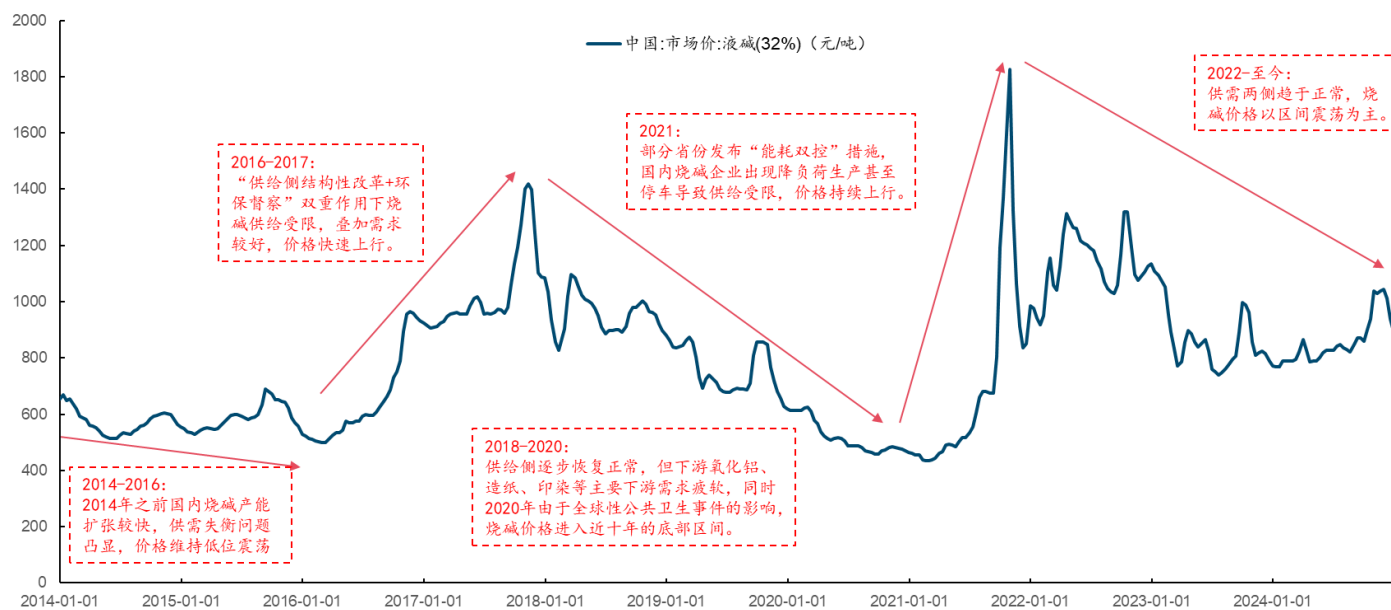
氯碱行业是典型的高耗能高污染行业，在 2016-2017 年的供给侧改革中烧碱生产受到较大影响。根据中国氯碱行业协会相关信息和数据，2016 年 9 月起，受下游需求明显提升及烧碱主产区产量不足推动，国内烧碱价格持续快速上行。此外受国家综合治理超限超载影响，汽车运力明显下降，运费价格上涨，烧碱运费成本有所增加，一定程度上对于烧碱价格上行剧透推动作用。从需求侧来看，2016 年烧碱下游氧化铝、化纤等行业接货积极性较高，尤其是氧化铝行业表现较好，下半年上涨明显，主产区山东地区氧化铝价格由年初的 1650 元/吨左右上涨至 2950 元/吨，行业的开工负荷处于相对高位，对烧碱价格的上涨起到较好的支撑，同时 2017 年前三季度氧化铝企业烧碱采购价格的上行也使得烧碱价格能够在高位震荡后达到本轮涨价的高峰。根据国家统计局数据，2016-2017 年期间，国内 32%液碱最低价格为 499.8 元/吨（2016 年 3 月），最高价格为 1419 元/吨（2017 年 11 月），区间涨幅约为 184%。

✓ 第二轮：“能耗双控+成本提升”双重驱动：

根据中国氯碱行业协会相关信息和数据，2021 年下半年开始部分省份发布“能耗双控”措施，而烧碱作为高耗能行业生产受到较大影响，国内烧碱企业出现降负荷生产甚至停车现象，市场货源供应紧张。此外随着电价和盐价上调，烧碱生产成本明显增加，对支撑烧碱价格的上涨起到了较好的支撑作用。而从下游需求来看，氧化铝行业受“能耗双控”影响较为有限，开工较为正常，同时由于铝土矿进口量的减少导致耗碱量增加，因此在供需错配以及成本上行的双重作用下价格快速大幅上行。根据国家统计局数据，2021 年年内 32%液碱最低价格为 433.5 元/吨（2021 年 2 月），最高价格为 1826 元/吨（2021 年 10 月），区间涨幅约为 321%。

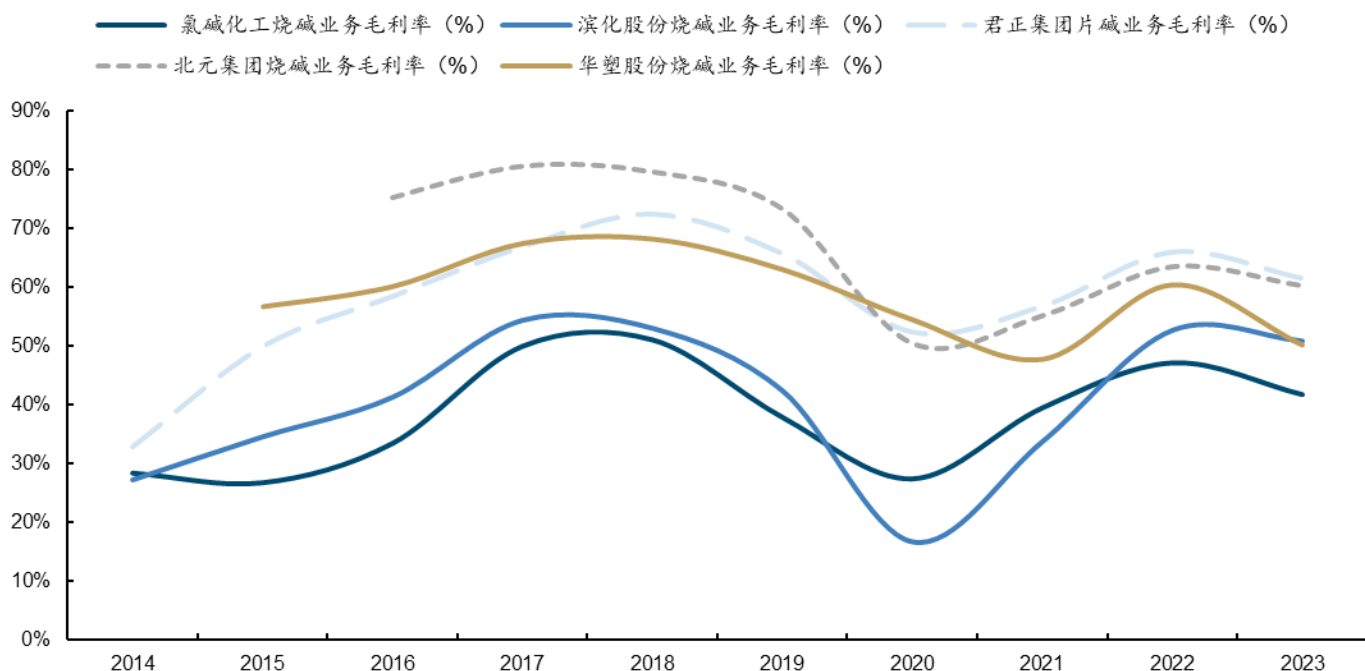


图表24：2014年至今国内烧碱价格主要经历过两轮大幅上涨行情



来源：Wind，国家统计局，国金证券研究所

图表25：部分上市公司烧碱业务毛利率变化趋势与烧碱价格走势基本一致



来源：同花顺 iFind，国金证券研究所

四、相关标的

我们认为，2025 年在氧化铝新增产能集中释放的催化下，国内烧碱供需格局有望得到改善，烧碱价格有望进入上行区间，氯碱化工、新疆天业、北元集团、滨化股份等烧碱产能规模较大且配套下游耗氯产品的相关企业或将收益。


图表26：部分烧碱上市公司主营业务情况与经营数据统计

公司	主营业务情况	烧碱产能 (万吨/ 年)	2023 年营 业收入 (亿元)	2023 年归 母净利润 (亿元)
氯碱化工	公司主要产品的年生产能力为烧碱 102 万吨、液氯 60 万吨、二氯乙烷 72 万吨，聚氯乙烯树脂 48 万吨、氯乙烯 20 万吨。	102	72.14	7.61
新疆天业	具备较为完整的“自备电力→电石→聚氯乙烯树脂（PVC）及副产品→电石渣及其他废弃物制水泥”一体化产业联动式绿色环保型循环经济产业链，拥有 134 万吨 PVC（包括 114 万吨通用 PVC、10 万吨特种树脂、10 万吨糊树脂）、97 万吨离子膜烧碱、213 万吨电石产能，同时拥有 2×300MW、2×330MW 自备热电站以及 535 万吨电石渣制水泥装置。	97	114.65	-7.75
北元集团	公司主要从事聚氯乙烯、烧碱等产品的研发、生产和销售，现具有 110 万吨/年聚氯乙烯、80 万吨/年离子膜烧碱、4×125MW 和 2×25MW 发电、220 万吨/年新型干法工业废渣水泥、50 万吨/年电石的生产能力。	80	109.67	3.73
滨化股份	公司烧碱产能 61 万吨，其中粒碱产能 20 万吨、片碱装置 20 万吨。公司拥有丰富的环氧丙烷生产经验和客户积累，目前产能达 27 万吨，商品量居全国前列。	61	73.06	3.83
君正集团	公司拥有聚氯乙烯产能 80 万吨、烧碱产能 55 万吨、电石产能 238.3 万吨、石灰石开采能力 500 万吨、煤炭开采能力 90 万吨、水泥熟料产能 135 万吨、硅铁产能 28 万吨、焦炭产能 300 万吨、甲醇产能 55 万吨、BD0 产能 30 万吨、PTMEG 产能 12 万吨，拥有发电装机容量 118.5 万千瓦。	55	191.24	27.23
三友化工	公司纯碱、粘胶短纤维年产能分别为 340 万吨、78 万吨，是国内纯碱、化纤知名企业。公司 PVC、烧碱、有机硅单体年产能分别达到 52.5 万吨、53 万吨、20 万吨。	53	219.20	5.66
天原股份	公司主要产品产能包括聚氯乙烯树脂 50 万吨，离子膜烧碱 48 万吨，水合肼 3 万吨，水泥 100 万吨，聚苯乙烯 10 万吨，氯化法钛白粉 10 万吨。	48	183.67	0.40
华塑股份	公司主要从事以 PVC 和烧碱为核心的氯碱化工产品生产与销售，拥有烧碱产能 48 万吨/年，PVC 产能 64 万吨/年。	48	55.63	0.30
航锦科技	主要产品以“烧碱、环氧丙烷、聚醚”为主，主要产品产能包括烧碱 39 万吨、环氧丙烷 10 万吨、聚醚 17 万吨。聚氯乙烯 5 万吨、氯化苯 3 万吨、液氯 14 万吨。	39	36.69	1.28
镇洋发展	公司主营业务为氯碱相关产品的研发、生产与销售。截至 2024 年 6 月底，公司烧碱产能 35 万吨/年、氯化石蜡产能 7 万吨/年、次氯酸钠产能 20 万吨/年、MIBK 产能 2 万吨/年、ECH 产能 4 万吨/年、氢气产能 0.875 万吨/年。	35	21.15	2.49
英力特	主要产品产能包括烧碱 21 万吨，通用型聚氯乙烯 22 万吨，糊状聚氯乙烯 4 万吨。	21	17.47	-6.68

来源：各公司公告，同花顺 iFind，国金证券研究所



五、风险提示

- 1、下游需求不及预期风险。烧碱下游需求主要包括氧化铝、造纸、印染和化纤等，如果下游需求疲软导致烧碱需求大幅下降，可能会导致烧碱价格下行，并对相关企业生产经营产生不利影响。
- 2、氧化铝新增产能建设和投产进度不及预期风险。氧化铝在烧碱下游需求占比较大，如果氧化铝规划新增产能投产进度不及预期，可能导致烧碱整体需求不及预期，可能导致烧碱价格下行，并对相关企业生产经营产生不利影响。此外，本报告中烧碱相关产能数据主要来自于百川盈孚等统计，仅供参考。
- 3、烧碱新增产能建设投产进度超预期风险。如果烧碱新增产能投产进度超预期，可能会导致烧碱供需格局恶化，进而导致烧碱价格下行，并对相关企业生产经营产生不利影响。此外，本报告中烧碱新增产能数据主要来自于卓创资讯等统计，仅供参考。
- 4、原材料与电力成本上行风险。烧碱属于典型的高耗能行业，电力成本占烧碱生产成本的比重较大，如果烧碱上游原材料（原盐）和电力价格大幅上行，可能会导致烧碱盈利能力大幅下降，并对相关企业生产经营产生不利影响。
- 5、液氯需求旺盛导致烧碱供给增加风险。由于氯碱平衡的特殊关系，如果液氯下游需求超预期导致氯碱行业开工率整体上行，可能导致烧碱供给增加，进而使得烧碱供需格局恶化，价格下行，并对相关企业生产经营产生不利影响。
- 6、国内氧化铝采用进口铝土矿比例大幅提升导致碱耗大幅降低风险。由于进口铝土矿生产氧化铝碱耗较低，若国内氧化铝企业使用进口铝土矿比例大幅提升可以导致氧化铝对于烧碱需求下降。



行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；

增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；

中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；

减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-80234211

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 5 楼

北京

电话：010-85950438

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建内大街 26 号

新闻大厦 8 层南侧

深圳

电话：0755-86695353

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心

18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究